2019年投资展望

在不同步世界中的机会与威胁

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE

瑞联银行

在零碎的全球经济中管理风险

MICHAËL LOK
集团首席投资官及
资产管理部联席首席执行官

踏入2018年，环球经济延续2017年的同步增长大势，确证全球终于走出危机迈步向前，使投资者对前景充满期望。然而，尽管金融市场仍具吸引力，但货币政策正常化，结合股市估值接近历史高位、债券收益率下跌至近历史低位，以及信贷息差处于破纪录的收窄水平，很快令投资者预期投资表现将更温和，市场波动也会增加。虽然金融市场在2019年仍有可为，但整体格局已变得不一致，我们相信经济体之间增长不同步将是新一年的主导主题。

美国经济及货币周期仍然超前于其他市场，致使美元持续走强。欧洲终于摆脱危机后的通缩阴霾，但复苏仍然缓滞，增长模式不一。新兴市场则继续各自发展：亚洲经济仍然在正轨上，但拉丁美洲、东欧及中东的经济景气则大相迳庭。

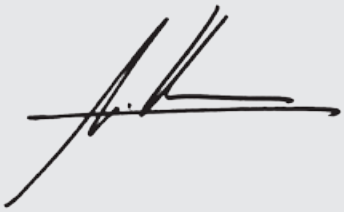
在紧张的地缘政治氛围中，特别是欧洲及中东地区，经济不同步增长将影响前景的能见度，并加深风险。与此同时，央行收紧货币政策将为长债收益率加添压力，且美国可能对中国甚至是欧洲和日本汽车生产商加征关税。

我们采取风险为本方针，使我们能够投向短期债券以应对2018年的债券抛售潮，同时将资产转移至非企业信贷方案，以减低固定收益市场全线波动所带来的影响。展望2019年，我们保持对美国短期债券的投资。尽管欧洲升息步伐落后美国三年，但其债市面临重新定价及收益率曲线形态将转趋陡斜，因此投资者涉足欧洲债券应采取谨慎态度。

基于预期传统资产类别在2019年只能获得温和回报，我们鼓励投资者在结构性产品和对冲基金策略上，有战术地重新布局，以降低在市场跌宕不定时的下行风险。

企业正面对成本上涨压力及有限的盈利增幅，因此投资保本型股票将有助于抵御不确定性因素增加的影响。此外，我们的投资偏好现已由能源业转移至从下而上的创新领域，涉足不仅科技，更有医疗保健范畴。从策略角度来看，投资者应把握机会改变投资焦点，并将投资期延长，通过著眼于长线趋势和深度企业分析为投资增值，尤其是影响力投资将因千禧世代的投资者陆续踏入市场而持续增长。

我们将在随后的章节更深入剖析以上课题。一如既往，我们期望与您并肩而行，共同构建能够符合您的预期和需要的投资组合。

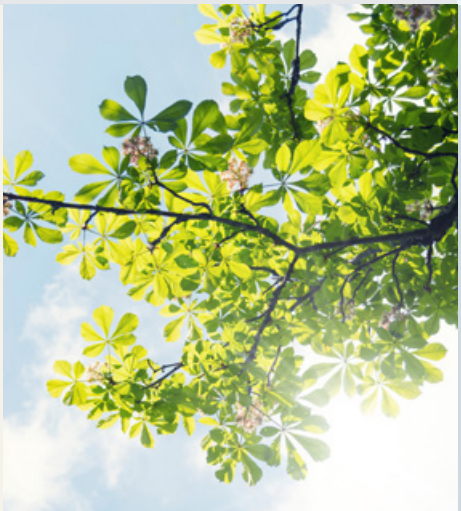


目录

6
经济展望
不再同步的世界

8
通胀与利率
工资与通胀盘旋上升

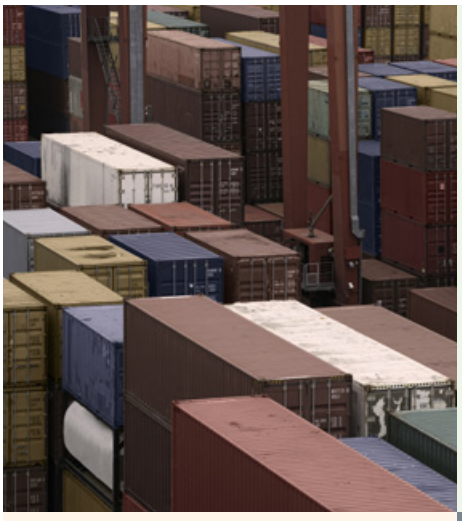
10
债务状况
公共与私人债务



11
影响力投资
社会公益与财政
收益兼得

12
股票
股市表现差距收窄

14
焦点行业
医疗保健业：
创新带来机会



15

商品

是时候将投资焦点由石油扩展至工业金属

16

外汇

全球及经济阻力对美元强势有利

18

中国

新冷战

20

贸易战

焦点由美中贸易战风险转移至美欧

21

欧洲

意大利仍可将难题延后

22

英国脱欧

有协议还是无协议？

不再同步的世界

全球经济可能在2019年放缓，各地域的增长趋势将更不一致。美国继续主导经济周期，中国仍在竞逐全球领导地位；世界其他地区则致力为配合这两个经济体和政治强国而调整策略。

经过两年全球活跃的经济活动后，2019年应会出现减慢。回看2016年，当时的增长景气扩展至世界各地，并在2017年造就同步强劲增长的格局。如今送旧迎新在即，由于各地区的经济周期正逐步进入晚期成熟阶段，因此可见2018年正是一个风险趋升的过渡期。

展望2019年，我们预测全球经济将增长3.5%，比国际货币基金组织(IMF)预测的3.7%为低，也低于2018年的3.7%。预计所有地区的经济动力放缓，增长步伐日趋不同步，促成因素除了政治风险升温及各国内部需求力度不一外，还有国际贸易关系转变及货币政策收紧。

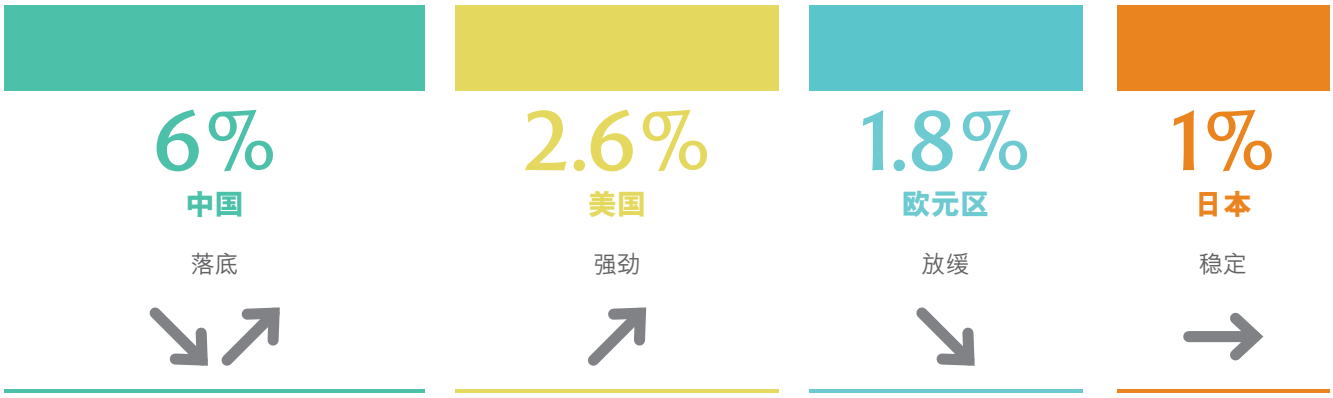
增长动力可能只局限在美国

当增长减速时，经济增长率将逐步回到有赖扩张劳动力和提升生产力来推动的潜在水平，国与国之间的差异也将愈发明显。自2016年以来，受惠于国内刺激政策、全球贸易活动反弹或商品价格回升，全球各地区的经济活动均超越潜力，但如此高水平的增长率，需要充足的经济政策和有效的增长推动力来维持。不过，全球除美国外的投资和消费活动均已缩减，全球化过程受到挑战，也使世界贸易扩张趋势已逐渐消逝。

美国继续主导经济周期

尽管各国经济势将放缓，但美国所受

2019年国内生产总值增长



↗ 内部需求的趋势

资料来源：瑞联银行

的影响将少于其他发达国家，相信在2019年的增长将为2.6%（比2018年的接近3%稍减）。美国公司税制改革、利率维持偏低及各种鼓励公司开设本土职位的措施，均可望支持当地的投资活动和内部需求。此外，美国总统特朗普上任初期提出的部分基建计划未来亦可望提上议程，并通过公营部门刺激需求。

然而，这种繁荣景像似乎只会局限于美国，预期其他地区经济则明显放缓。欧元区经济在2017年增长2.5%，2018年为2.1%，预期到2019年将进一步减至1.8%。欧洲仍未摆脱与美国贸易关系紧张的阴霾，继在输美钢铁问题与美国短兵相接后，难保证欧洲汽车制造商能避过被加征关税的命运。欧洲在金融危机后花了好一段时间才重建资本基础，而如果希腊及意大利等国的经济结构仍然脆弱、财政继续紧绌，欧洲经济未来只能录得温和增长。虽然法国新总统胸怀大志要壮大欧洲，但欧盟至今仍未能清晰地重塑未来，最近，此宏大计划甚至因部分成员国政府公开挑战欧盟委员会的财政政策及人民自由流动的基本原则而受到威胁。与此同时，2019年3月英国脱欧限期迫近，但前景仍未确定（参阅第22页）。

日本政局稳定应可让政府大展改革经济和社会的鸿图，但在人口老龄化及公共投资刺激作用退减下，预期日本经济增长仍将徘徊于1%以下。消费开支增幅将缓和，虽然私人投资强劲，且当局大力推动自动化，但日本在2019年的经济增长未必能够超过1%。

中国：在贸易上是夥伴还是对手？

中国经济增长明年可望稳定于约6%水平。尽管于接近今年末时增长开始减慢，但在现阶段并非源于美国的贸易行动。美国今年对华的几乎所有进口货品加征关税，中国作出相应报复，令全球贸易推向危险的局面（参阅第20页）。为了应对此威胁及纾缓经济所受的影响，中国已宽松经济政策，推出刺激措施支持房地产等行业，以及为策略性行业融资。基于贸易对立可能仍将维持一段时间，相信中国未来将陆续推出更多振兴经济政策（参阅第15页）。

据我们对全球经济增长的分析，美国和中国当前的贸易战有望缓和，但就算双方可如美国和日本在1980年代般能够在部分领域达成妥协，但借镜历史，预期中美仍会时而在个别事务上出现争端（参阅第18页）。

碍于部分货币在2018年受压，以致货币及公共财政政策收紧，展望其他新兴国家的经济增长也将回落，当中最脆弱的国家例如阿根廷及土耳其可能陷入衰退风险，至于印度尼西亚及印度等国的经济活动，则可能因今年初时的较收紧政策而受到制约，但其后有望再次回升。故此，新兴市场在2019年的经济形势将个别发展：亚洲应可维持较佳增长，中国经济回稳，至于拉丁美洲经济能否反弹，则取决于巴西及阿根廷等国的经济政策。

工资与通胀盘旋上升

尽管经济蓬勃增长，通胀及工资增幅目前仍然有限，但劳动市场以至工资的压力正在加剧，此情况亦非只局限于美国。一旦工资及通胀开始互相影响，中央银行或须进一步收紧货币政策。

过去几年，通缩被视为市场的最大威胁，2018年的境况已不再一样，许多国家的经济周期已进入晚期成熟阶段，市场焦点已转为注视有否出现经济过热的迹象。在商品价格反弹及外汇波动下，除日本外所有主要国家的通胀率在第三季已回升至央行所订的目标，美国及英国通胀率现已接近3%，欧元区及德国也上升至超过2%。只要主要外汇或商品市场没有出现重大波折，相信美国明年通胀率应可稳定在2%至2.5%，欧洲则约为2%。至于新兴市场，在2018年货币大幅贬值的国家，通胀将随之升温，但当经济政策收紧压抑需求时，通胀压力有望缓和。

金融市场对2015至– 2018年期间通胀环境的变化反应正面，从通胀挂钩债券的价格可见，市场预期美国及欧洲通胀率在中期将约为2%。

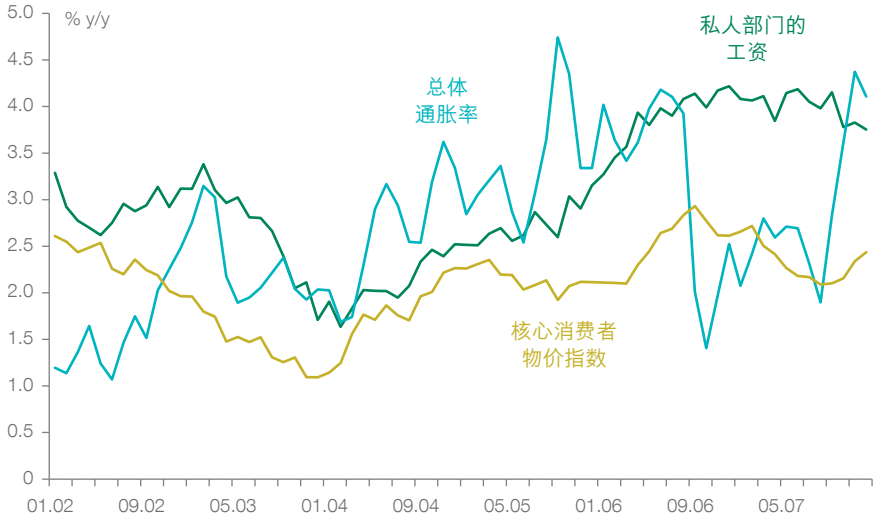
基于几个发达国家的经济周期已处于晚期成熟阶段，工资上涨刺激通胀飙升将是经济、金融管理局及债券市场所面对的主要风险，这可能迫使央行特别是美联储重新检讨货币政策正常化策略，从现时循序渐进的步伐转为更进取。

劳动市场收紧并推升工资

随著美国增长周期逐渐成熟，劳动市场已收紧，致使技术及非技术劳动力供应形成瓶颈，部分大型零售商将须大幅提高基本工资，若美国再推展刺激经济政策，或会加剧劳动市场的紧张状况。除了美国，其他国家也开始出现技术劳工短缺情况。以日本为例，在政府推出鼓励措施下，日本的基本薪金已开始较大幅度调升。

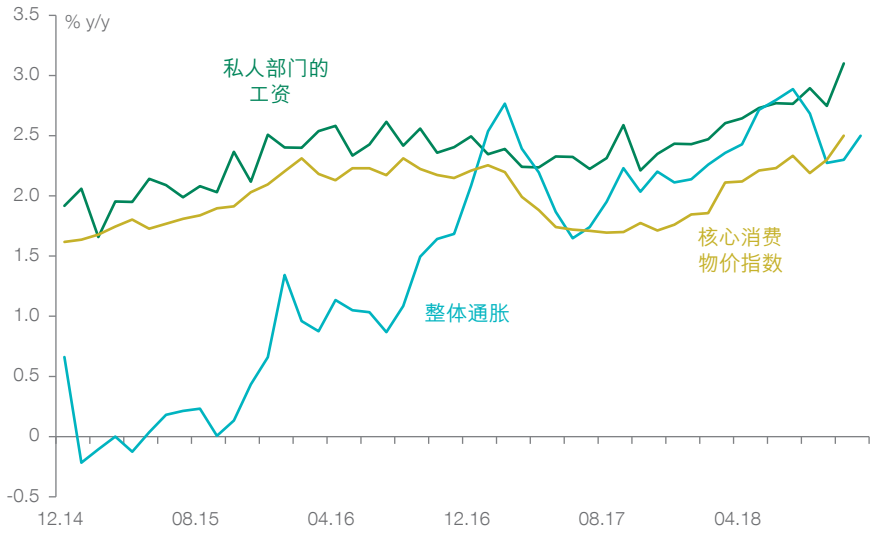
工资及通胀相关度可能再次变得极高

美国工资增长及通胀
2002–2007



资料来源：美联储及美国劳工统计局

美国工资增长及通胀
2015–2018



资料来源：美联储及美国劳工统计局

德国也面对劳工短缺问题，英国在脱离欧盟后，外劳下降也将影响劳动力供应。

由此形成的工资上升压力可能更为明显，致使核心消费者物价指数（即剔除食品及能源）的升幅较预期快。核心消费者物价指数至今只局部跟随全球指数反弹，但在需求稳定而失业率下降的承托下，相信物价将在2019年进一步上涨。当核心通胀率与工资再次形成正相关性，好像2005至2007年工资增长推高消费物价指数的情况，便会迫使央行调整策略。

由于货币市场目前未完全反映美联储在2019年可能升息三次的行动，万一当局改变利率正常化进程速度，将对货币市场造成重大震荡。若工资及通胀率上升，美联储可能升息四次或以上，升息幅度由25个基点提高至50个基点，那么长期债券收益率将无可避免地飙升，并使收益率曲线形态呈现陡斜。

欧元区方面，若工资通胀率升温，德国可能向欧洲央行施压，要求采取比行长德拉吉现有计划（至少直至2019年第三季也不会升息）更为进取的货币政策。不过，德拉吉在2012年实施量化宽松计划时，誓言将「不惜一切」捍卫欧元区，可是到2019年欧洲央行领导班子更替之时，可能标志著这个政策将到达一个转折点。至于英国，英国央行将继续密切注视通胀情况及英国脱欧对劳动市场的影响，可能进一步调升基本利率。若通胀与工资呈现螺旋式上升，该行收紧货币政策的力度可能大于预期，经济增长及金融市场便将插水。此外，随著美联储缩减资产负债表，且欧洲央行将结束量化宽松计划，市场的流动资金供应也将日趋减少。

公共与私人债务

债务水平自金融危机以来持续上升，而如今央行已著手收紧货币政策，金融体系中的流动性开始乾涸。虽然长期利率以至信贷息差目前尚未反映任何重大风险，但这可能只是因为市场过于安逸而已。

正当货币政策开始收紧，全球整体债务仍以惊人速度增长。自金融危机发生后的十年来，利率偏低而流动性充裕的环境，鼓励了举债及提高金融杠杆的活动，以致债务总量相对于经济增长的比率大幅上升，特别是主要金融枢纽地区内的经济主体(economic agents)债务增加的速度，比其他地区更快，形成一个国家不同地区以至不同行业之间的差异扩大，也加添了脆弱性。

美国公共债务大增已引起国际货币基金组织的关注，其增速远比公司债务为快，反而企业获利能力只要保持强势，杠杆比率应可维持于可控制水平。家庭债务正温和增加，但工资增长应可减轻偿债负担。公共债务也是欧元区的主要问题，债务相对于国内生产总值(GDP)的比率自金融危机以来一直偏高，直至2016年起才稍为回落。尽管私人债务相对于GDP的比率已下降，但企业正运用更多杠杆，而家庭也更依赖按揭贷款购置房地产。在中国，家庭及企业债务均快速增长，公司杠杆比率上升，债务增长趋势与其他新兴国家相若。来自缺乏监管银行业的债务风险，已在市场价格反映。最新数据显示，新兴市场公共债务在2007至2015年维持稳定，到2016年起开始上升，但至今相对于GDP的比率仍然低于100%。

现时全球债务的形态，显示更严厉的货币紧缩政策将构成严重威胁，尤其是受益于极低利率的公共部门。此外，发达国家仍然显著依赖外国资金提供融资，新兴市场的私人部门亦然。只要信心指标能够保持，资本市场将不会令市场特别忧虑，不过货币政策正持续收紧，长期国债收益率目前仍然极低，信贷息差也收窄，致使一旦信用品质转坏或出现任何冲击，能够吸收震荡的缓冲并不多。

利率偏低及流动资金充裕鼓励了借贷 — 此情此景，似曾相识

所有国家：债务总量

资料来源：国际结算银行及瑞联银行

社会公益与财政收益兼得

创造价值是所有投资策略的主旨和目标，影响力投资也一样，但个中要义在于对价值的定义更广阔，涵盖财务和非财务的回报。

项目融资及私募基金一直是影响力投资(impact investing)的根据地，但随著愈来愈多投资者在获取财务回报时，也寻求为社会谋福祉，奉行影响力投资的投资者基础因而不断增长，投资领域也拓展至更流动性的资产。通过影响力投资策略投资于上市股票，将可扩大投资的影响范围和成效，创造丰硕机遇。

通过将资本配置于收入来自从事应对全球最迫切挑战业务的上市公司，既可把握这些解决方案供应商所促成的结构性增长转型机会，同时也是创造非财务收益的有力方法。

积极、双边交流至今仍然是获取非财务数据的最有效途径

要创造这种广义的价值，需要同时衡量财务及非财务利益，让最终投资者能够更全面掌握其投资在财务及非财务范畴的影响，因此在汇报股价表现等传统指标外，影响力投资者也必须评估及披露相关资料，例如洁净能源的产量（或碳减排量）、或是每投资100万美元可带来的甚么类型的创新项目。

不过，碍于大部分非财务衡量准则未经审计，可比较的企业也不多，有关资料也往往未于企业账目或企业社会责任报告中披露，因此通过积极管理致力于公司双边交流，是至今获取相关和有用的非财务数据最有效途径。

投资上市股票、深入坦诚的参与是有效的影响力投资的核心，可带来无可比拟的非财务回报，配合所得的财务收益，便可真正为投资者和整个社会带来深远的利益。

将资本配置给可应对全球最迫切挑战的公司，是把握结构性增长转型机会的最有力方法。

股市表现差距收窄

过去五年，美国股市在全球市场中一直领先，但超前的幅度将在2019年收窄。投资者应开始将焦点转移至日股，当地股市估值正处于接近2008年的低位，但自2013年以来的企业盈利增长表现却超越美国和欧洲。

自从欧元区危机在2013年划上句点，美国股市便开始跑赢全球其他主要地区，以当地货币计分别优于日本25%、欧洲40%及新兴市场接近52%，但预期踏入新一年，这段「美股卓越期」('American exceptionalism')将开始失色。

美股持续表现优异，最常见的解释包括实施积极政策、国内经济灵活兼具弹性，以及企业著眼于股东利益，优先提升投资者回报等。自1990年代初以来，这些因素的确一直提振美股的回报，美国公司的盈利增长皆比欧洲和日本为高，成为造就佳绩的主要支柱。

不过，自2013年开展的「美股卓越期」，却并非因为美国企业为股东带来了更多回报而延续，而是由于投资者愿意付出更高价格投资于美国公司，或是换句话说，即市盈率扩张。

市盈率扩张是促使美股在这段时期的表现优于欧洲及日本股市的最主要因素。在美股自2013年起所录得的11%总回报（复合年均增长率）中，有接近6个百分点来自盈利增长，与欧洲公司的比率相若，但比起日本企业盈利增长对总回报所作的约11个百分点贡献（参阅图一），仍算偏低。

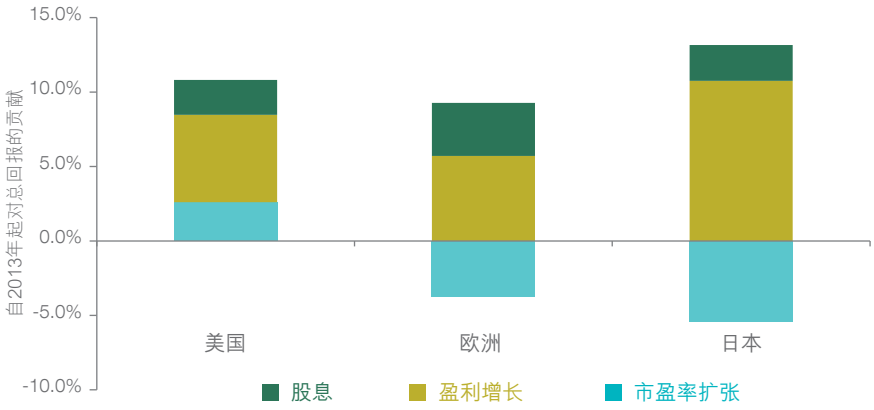
基于美股股息和盈利对总回报的贡献未比欧日两地突出，因此若非因为美股市盈率扩张、欧洲和日本股市市盈率下跌，美股在同期的整体表现其实应落后于欧日股市。

无可否认，投资者愿意付出较高市盈率投资于美国公司股票，主要由于美国上市科技股的表现独当一面。不幸的是，我们相信自2013年以来全球科技股估值持续出现大幅重估之势已接近尾声（参阅右方《全球科技格局将转变》的专题）。

展望未来，科技股市盈率将无法再推动美国整体股市的市盈率扩张，预期美股表现跑赢其他市场的情况将在2019年消逝（参阅图二）。

相比之下，虽然科技股也在日本股市中占有显著比重，但日股并没有跟随美股上涨，就算企业盈利自2013年末以来已增长63%，增幅明显优于美国公司的31%，但日股市盈率却下跌至13.3倍，与美股比较，出现25%的折价，这也是2008年环球金融危机以来所未见的低位（参阅图三）。

图一：「美股卓越期」来自市盈率扩张

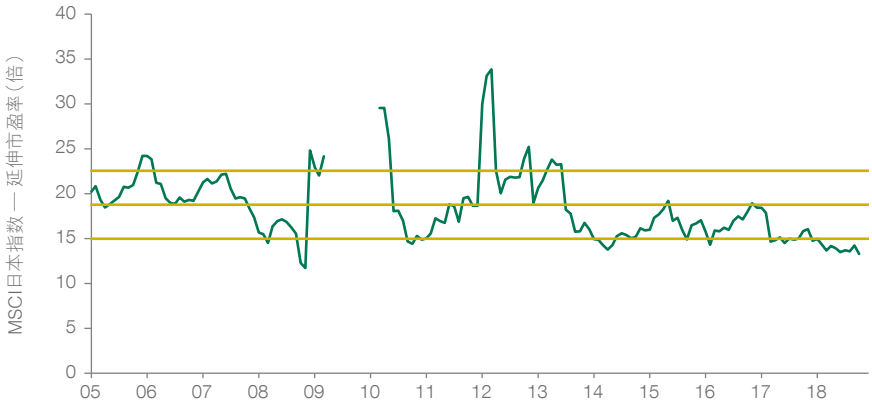


资料来源：MSCI、Bloomberg Finance L.P.及瑞联银行

图二：美国科技股 — 市盈率扩张接近尾声

资料来源：MSCI、Bloomberg Finance L.P.及瑞联银行

图三：日本股票 — 估值回落至2008年低位



资料来源：MSCI、Bloomberg Finance L.P.及瑞联银行

基于全球及日本国内增长维持强劲，日本央行未加入美国和欧洲的收紧行列，可望维持宽松货币政策，配合日圆汇价继续处于历史性低位，相信种种宏观因素应在2019年对日本投资者有利。

令人鼓舞的是，欧洲股市的处境也与日股相若，该区历史市盈率在2018年末已下跌至16倍，相比2016年的高位，跌幅接近一半。

尽管欧洲股市估值目前远比2008年的低位为高，但与日本不同，投资者应留意欧洲股市上一次表现优于美股的时期（即2003至2007年），其实也适值科技股的表现明显落后于全球整体市场之时，因此一旦科技股未来渐失动力，预期欧洲股市的表现有望赶上美股。

不过，有别于日本，欧洲股市投资者将须应对央行撤销宽松货币政策的影响，还有接踵而来的政治事件—包括意大利预算案谈判（参阅第21页）、英国脱欧（参阅第22页）及欧洲议会选举等，这些因素或将妨碍投资者在2019年增加承险的胃纳。

然而，从欧洲持续改革的层面来看，上述种种皆为过渡性事件，因此一旦资产价格反映市场对欧元区分裂的忧虑反应过激，投资者也可视之为战术性投资机会。

总的来说，尽管投资者近年来有赖美股（特别是科技股）所带来的回报，但在2019年将有机会通过其他较可持续的来源以提升表现，取代市盈率持续扩张等难以持久的推动因素。通过审慎选股且把握投资主题，例如影响力投资（参阅第11页）、医疗保健（参阅第14页）和科技业的真正创新者等，应可在世界各地觅得机会。市场方面，日股将日渐成为焦点，欧洲股市在战术上也可取。

美股升幅在
2019年将缩窄

日股估值已接近
2008年低位，但企业
盈利增长高于美国

欧洲政局波动
可望带来战术性
投资机会

全球科技格局将转变

全球科技股自2013年以来的年回报率达到18.8%，轻松超越全球整体股市(+10.4%)，更胜过增长导向型股票(+11.8%)。

可是，促成此优异表现背后的回报动力最近已出现转变，未来可能限制可获得的佳绩。2018年前，科技股的回报来源来自盈利、股息及市盈率扩张，单是市盈率已为2013至2017年的总回报带来近一半的贡献。

不过，到2018年，全球科技股的回报基本上全数来自盈利增长，反观市盈率扩张对回报的贡献持续萎缩（参阅图二）。即使科技股的市盈率在2018年10月下降，但相信在新一年会维持稳定，而不会再持续出现重估。

再者，由于市场现时预期科技股在未来5年的盈利增长率达到20%，此共识预测日后再上调的机会看来并不大。事实上，主要领先经济指标显示，美国经济动力正在触顶，美国企业资本开支的增幅将随之减慢，以致在2018年大部分时间促成盈利表现优于预期的主要动力逐步消失。

我们相信，2018年代表著全球科技股投资者的多头周期进入新阶段。与2002至2012年互联网泡沫爆破后的时期相似，投资者未来将主要依赖盈利增长，通过识别真正的「由下而上」的创新者，在板块中获得回报。

不过，两段时期所不同的是，美国经济在2002年处于复苏初期阶段，科技渗透率偏低但持续上升，但美国经济在2019年已进入周期晚期，科技业的发展亦更具规模，因此投资者有必要通过积极的管理策略，识别真正创新公司以克服科技业与日俱增的周期性阻力。

（*详情请参阅瑞联银行焦点报告*：“A Regime Change Ahead for Global Technology”, *2018年8月*）

医疗保健业：创新带来机遇

人口老龄化、新兴市场需求增长，以及基本医疗保险扩展等推动医疗保健业的长期趋势保持稳固，但投资者现时应通过中型生物科技、医疗科技和保健业信息科技公司，将投资焦点转移至该行业中独特的创新领域。

人口老龄化、新兴市场需求增长及基本医疗保险扩展，推动全球医疗保健市场持续迅速扩展，且将继续为优质高效的医疗服务创造需求：全球医疗保健开支预测在2017至2021年将每年增长4.1%，增幅明显比2012至2016年的1.3%为高，全球主要地区总计的医疗保健开支则可望由2015年的7万亿美元，上升至2020年的8.7万亿美元。

有行业报告分析在美国销售的45种主要药品，发现在过去三年所录得的超过20%增长中，有逾60%来自平均价格上涨。然而，由于这些药品的需求增长正进一步放缓，加上多家药厂在美国政治压力下承诺不会在2018年提高药物价格，因此相信涨价带动销售增长的有利因素将持续退减。

在没有价格上升推动增长下，投资者便需要转移焦点，藉著把握创新发展作为主要回报来源，其中治疗创新及技术创新将是主要机会所在，势将颠覆现时年总值达到1万亿美元的生物制药市场：获批准新药数目显著上升，而针对未满足需求的研发预算也在扩大。我们已识别在当前创新周期中的六大增长范畴：肿瘤免疫学、基因疗法、罕见疾病、肥胖症、神经系统疾病及医疗信息科技。

对投资者而言，纯粹集中投资于全球最大型药厂以把握这些增长趋势，已不再是可行的策略。资产研究公司Bernstein Research发现，现时有接近一半的重量级药物（最高销售额超过10亿美元），是由中小型生物科技及医疗科技公司研发，这些企业有赖投资者提供资金继续拓展业务。

差异化产品和服务创新将开创崭新的长线增长机会

此外，基于全球医疗保健市场欠缺效率情况明显，我们认为医疗信息科技的投资机会也亮丽。科技顾问公司Gartner预测，美国医疗保健供应商在2017年已投资约420亿美元于信息科技服务，占美国国内医疗保健开支稍多于1%。若医疗保健公司用于扩展信息科技服务的平均开支上升至总开支的3.3%（与美国非医疗保健公司相若），那么医疗保健信息科技供应商的收入有望递增至超过700亿美元。

虽然过去几十年推动医疗保健业增长的长期动力仍在，但投资者的焦点有必要由稳健的收息股，转移至涵盖多项快速转变因素的股份，从而继续参与医疗保健业不断创新和提高效率的发展趋势。

70亿美元

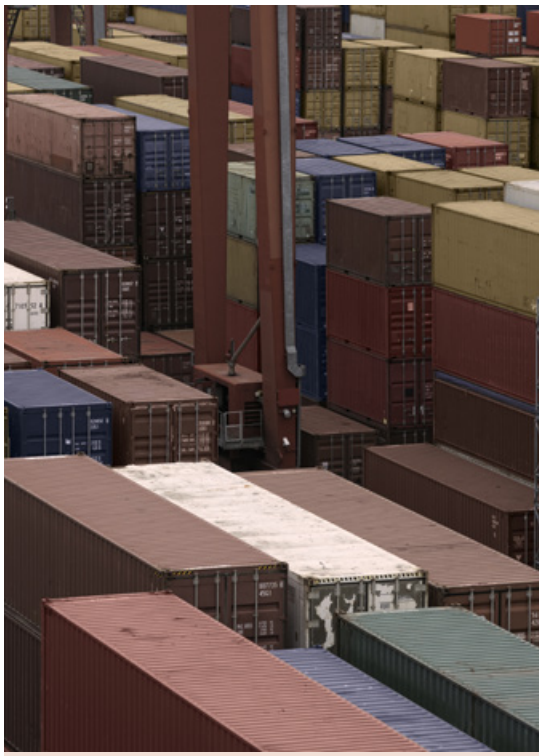
医疗保健信息科技的收入机会

50%

重量级药物由中小型公司研发

是时候将投资焦点由石油扩展至工业金属

未来油价要在供应受创下才会上扬；反观工业金属在2019年的供应收紧应对价格有利。



诚如本行在《2018年投资展望》报告中指出，我们相信能源及综合工业商品在约十年前经历熊市后，现已进入多头周期的初期阶段。不过，原油及工业商品价格在2018年分途而进，掩盖了相关基本面，但也将为投资者将焦点由能源扩展至金属的投资者在新一年带来机会。

由于展望2020年石油供求将出现更明显失衡，因此沙特及俄罗斯在2017年协定减产，原油市场此后便回升。这两个石油大国的决定足以导致石油供应在2018年出现短缺，并将油价由每桶27美元的低位，推升至2018年夏季最高的每桶80美元。

推升油价的因素在年中时趋向投机性，市场焦点落在美国恢复对伊朗的制裁，将使石油供应缩减。虽然如此，据国际原子能机构(IAEA)的数据，石油供应在2018年6月再次开始超过需求，这是2017年初以来的首次，以致石油供求状况转为对投资者不利。

基于石油输出国组织(OPEC)的备用产能已接近历史低位，产量一旦受创将进一步刺激油价，但碍于供求状况现已转变为对投资者不利，因此能源市场的风险-回报水平已不再有利于油价由现水平大幅上升。

相反，有别于2018年原油价价格大涨，工业金属价格在中国经济增长减速及中美贸易战的阴霾下，在同期大部分时间普遍下跌。不过，主要金属供应不足的压力持续增加，因此正形成类似2017年后期承托能源价格的基本面。

若价格落底及中国经济增长表现转佳，工业金属价格有望在2019年反弹。尽管贸易争端在新一年仍将挥之不去，但基于国内生产总值增长可能减慢至约6%的重要关口，中国当局已加大刺激力度以稳定经济活动。由于美国将在2019年1月扩大对华进口货品加征关税的规模，中国经济增长现时仅略高于6%，相信当局将改变2018年下半年的迟疑态度，在2019年更积极地宽松政策。

过去三年供应不足正为投资工业金属开创机会

故此，由于主要金属在2018年已出现供应不足的情况，配合中国需求未来有望回稳和改善，投资者可将中国当局更积极刺激经济的迹象，视为在2019年催化工业金属价格的主要因素。

黄金方面，基本面只可为价格提供温和支撑，2019年的供应仍将多于需求。面对美元走强及美国全线债券收益率稳步上升，将限制金价的涨幅，相信在未来数月将有赖地缘政治不稳的因素，才可催化金价上扬。不过，黄金于当前环境下在投资组合中仍然担当重要角色，未来将不乏刺激金价的爆发点。

金属价格可望在2019年上涨，就如石油在2018年时一样

黄金所发挥的防御性仍具价值

全球及经济阻力对美元强势有利

全球经济不同步增长，加上多国内部、区域以至全球政局不稳，将导致外汇市场在2019年继续波动，相信美元将延续在2018年大部分时间所见的强势。

经济增长稳定，配合美国与主要贸易夥伴的利率差距扩阔，将继续承托美元的表现。

虽然市场价格现时反映投资者预期，美国在2019年将再升息两次，但美联储主席鲍威尔及其他联邦公开市场委员会委员，在2018年后期的言论基调均较强硬，意味著新一年的升息次数，可能比预期多。

再者，随著美国10年期债券收益率水平逐步迈向正常化，也代表全球长债收益率的差距将在2019年持续扩大，也对美元汇价有利。

在政治上，美国在2018年11月国会中期选举的结果，致使美元的风险可能集中在前期。权力分立的美国参众议院将须在2018年12月7日前通过经费拨款，以避免联邦政府停摆。

欧元区方面，经济展现正面动力支持欧洲央行计划结束量化宽松政策，但相信缩减步伐将循序渐进，好使尚处初期的复苏进程不会偏离轨道。

不过，欧元区经济动力在2018年最后一季似乎已触顶，由于按比例计，部分主要新兴市场对欧洲贸易的重要性甚于对美国，因此这些新兴市场经济增长减速，也加剧欧元区经济动力缓和的趋势。

基于欧洲央行预期至少直至于2019年下半年也不会升息，因此欧元区与美国在利率和经济增长表现的差异，将妨碍欧元在新一年维持强势。虽然意大利与欧盟在2018年后期就预算案的对立局面有望在未来数月化解，致使当意大利风险溢价在2019年初下降时，欧元可能战术性地短暂转强，但欧洲议会将于2019年5月举行选举，预期政治不确定性在明年中将重现。

英镑表现似乎反映英国经济活动缓和及楼市回软的状况。虽然英国脱欧协议已取得进展，但外汇市场定价现时似乎未充分反映2019年3月英国可能硬脱欧的风险。

日圆的走势将与欧元的轨迹相若，日本央行所采取的回应式政策，将使日本与美国利率差距扩大，在2019年继

续对日圆不利。此外，日本将于2019年10月调高消费税税率，相信当局也倾向维持日圆弱势，以免对仍在复原中的经济带来过重负担。

再者，日本与欧洲经济一样依赖出口，新兴市场经济转弱，势将持续扩大日本与美国经济增长的差距。

从战术上看，日圆作为避险货币，在地缘政治风险升温时将间歇性转强，虽可带来交易机会但升势短暂，因此我们认为日圆在2019年的整体走势仍将偏向疲软。

人民币自2018年中起持续走低，以缓减美国对华进口货品加征关税的影响（参阅第18页）。基于在2019年将有新一轮加征关税措施生效，人民币势将继续贬值。只要贸易紧张局势未有急速升级（参阅第20页），预期货币转弱所形成的缓冲，辅以扩大国内流动性的政策，应足以抵销中国经济所受的影响，意味著人民币在2018年下半年的跌势有望在2019年缓和，但仍将维持下行走势。

人民币实质有效汇率
（以制造业消费物价指数计）

资料来源：瑞联银行及Bloomberg Finance L.P

欧元在2019年上半年
面对阻力

调高消费税税率及
国会选举预示日圆在2019年
将维持弱势

新冷战

美国与中国在2018年贸易争端的背后，似乎隐藏了这两个全球最大型经济体另一场更策略性的对抗。从经济上看，中美现时的冲突犹如重演美日关系在1980年代时的戏码，因此鉴古知今，相信中国国内政策有望在2019年为中国投资者创造战术性投资机会。

不少人相信，美国总统特朗普在2018年初在贸易事务上连番出击，是为了在重议《北美自由贸易协定》(NAFTA)时争取更好条件（的而且确），也是为兑现竞选承诺的政治策略（这亦为事实）。不过，美国改变政策背后还有一个未为注意的动机，就是孤立在全球舞台上的策略性对手—中国，而贸易便是这场交战的头炮。

这个宏观的目标在2018年春季时初次浮现，当时美国否决中国建议将中美双边贸易顺差缩减接近50%。到9月，从美国对华进口货品所采取的新一轮加征关税行动之性质可见，美国发动贸易战是长期策略（详情请参阅瑞联银行焦点报告「*US–China Trade War: From Checkers to Chess*」, 2018年9月）。

及后在10月，美国国家安全顾问博尔顿(John Bolton)确证美国孤立中国的国策，他表示：「……[中国]在贸易、国际事务、军事和政治等一连串层面的行为需要改变……」。

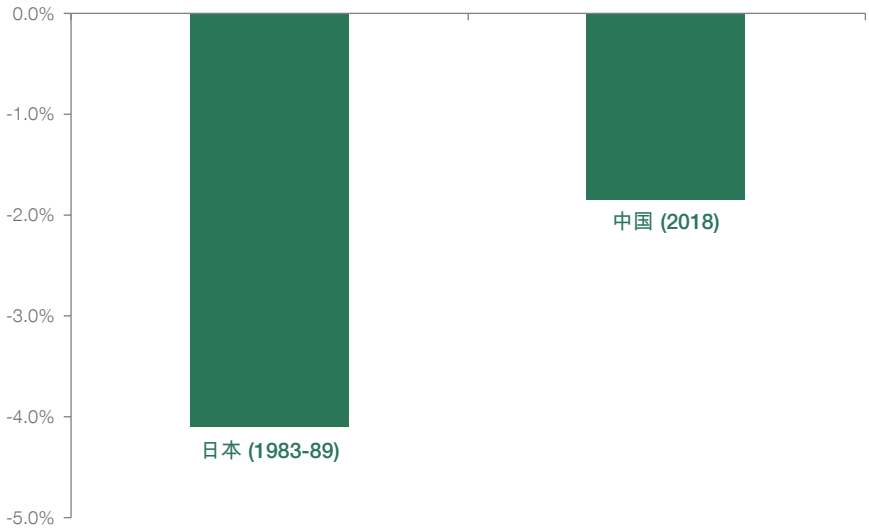
基于中国已作出反制，并对美国进口货品加征关税，相信即使美国将于2019年1月1日按计划再加征关税，但双方以牙还牙的报复阶段应接近尾声。诚如我们在下一章（参阅第20页）有关贸易战的专题中指出，为了进一步孤立中国，相信美国在2019年的焦点将转向欧洲。

尽管美国也有可能继续向中国施压，但此短暂的歇息却可为中国开启了机会，通过更积极地制订内部政策应对，就如日本在1980年代初与美国爆发贸易战时所采取的措施一样。

虽然中国已基于贸易格局转变而调整政策，但大部分是通过人民币贬值以缓减影响，而人民币兑美元汇率自2018年4月中美贸易立场更强硬以来已下跌一成。据我们预测，人民币兑美元贬值10%，已可抵销美国进口商在进口中国货品时所承担的大部分额外关税成本。

有趣的是，此发展与日本在1980年代时的形势雷同。面对美国加征关税的威胁，日本同意「自愿地限制」汽车出口量，以解决与美国贸易顺差持续扩大的问题。为缓冲日本汽车生产商和整体经济所受的影响，日圆兑美元汇价在1981至1985年间贬值达到22%。

实质利率变动



资料来源：国际货币基金组织及瑞联银行

「……[中国]在贸易、国际事务、军事和政治等一连串层面的行为需要改变……」

美国国家安全顾问博尔顿(JOHN BOLTON)(2018年10月)

由于中国输美货品在新一年的关税率将提高至25%，预期中国将如当年的日本一样，容许人民币继续贬值，致使汇率有可能下试每1美元兑7元人民币的重要心理关口，以缓和中国经济所受的影响。

借镜美日的经验，美国在1985年强烈指责日本有操纵货币的嫌疑，强迫日本将日圆兑美元汇价大幅升值30%，结果到1988年，日圆兑美元升值达到50%。

中国为求避免重蹈覆辙，相信将如日本一样，转而采取政策既减低美国政策对国内经济的影响，同时策略性地减少对美国出口的依赖。

中国其实已寻求与其他大型发达经济体签定自由贸易协定，但美国为了实行孤立中国的策略，已表明意愿会迫使主要贸易夥伴只能在中美之间选择其一，不能左右逢源（参阅第20页）。再者，美国也不鼓励日本加入区域性自由贸易协定，务求阻碍中国将经济领域进一步扩展至这个全球第三大的经济体。

因此，我们估计中国将有必要采取日本当年的最后对策，以缓减美国政策的影响，就是在内部刺激通货再膨胀。在1983至1989年间，日本利率在调整通胀后由4%下跌至接近0%，引发资产泡沫，所造成的后果日本至今仍未完全复元。

中国固然不愿被视为明显步1980年代日本的后尘，但就如日本在被美国强迫将日圆升值后需要大力阻止经济放缓一样，中国国内生产总值增长现已减速至临近关键的6%水平，因此预期中国将由2018年后期起更进取地推行刺激经济政策。

事实上，中国实质利率(3个月银行间同业拆放利率）已由2018年初的接近3%下降至2018年10月的1%，显示中国在与美国对抗之时，已悄然踏上日本的旧路。

若中国一如预期在2019年陆续推出更大力度的刺激经济举措，相信中国内地A股市盈率有望由现时的11倍上升，这也是中国在2008年及2014年试图刺激通货再膨胀时的股市估值水平。至于在香港上市的中国H股，碍于银行股比重较高，现时的市盈率更低至7倍，虽然仍比5.5倍的历史低位为高，但目前3%的股息率则比2008至2009年环球金融危机时为佳，而股息支付率只有20%也可提供理想的支撑。

总括来说，尽管美国与中国进入「新冷战」时期将为中国带来不少障碍，但参考日本在1980年代的经验，相信当中国为振兴国内经济大举推出刺激政策时，有望在未来为投资者开创投资良机。

基于美国很可能继续对中国经济施压，不论是直接出手或是通过贸易夥伴出击，相信投资者在2019年采取保本及／或期权策略以减低风险乃审慎做法。

日本在1980年代之路成为中国的路线图

国内生产总值增长6% =中国加大刺激力度的触发因素

投向保本或期权策略以减低风险

焦点由美中贸易战风险转移至美欧

中美贸易战在2018年后期成为投资者关注两国关系的焦点，但美国为了进一步策略性孤立中国和重塑全球贸易形态，在2019年可能会将矛头转向欧洲。

美国现时重施故技，试图如1980年代针对日本般，寻求策略性孤立中国（参阅第18页），致使投资者可能只顾著聚焦于这两个全球最大经济体的双边贸易矛盾。

尽管美国仍有可能在新一年将中美紧张关系进一步升级，但市场及全球经济其实还面对另一项未为人注意的威胁，就是美国可能再次针对欧洲，从而达到在经济上孤立中国的策略性目的。

虽然不少人认为，美国、墨西哥及加拿大最终达成贸易协议，充分证明就算多个月来的谈判艰巨，北美三国的贸易紧张局面仍可化解。不过，在为协议欢庆之时，却分散了外界对新协定中一项重要条款的注意力，就是一旦加拿大或墨西哥与「非市场」经济体（即中国）签定自由贸易协定，那么美国便可退出协定。

另一尚未为人注意的威胁，就是美国可能再次针对欧洲，从而进一步孤立中国

加入此条款进一步证明，美国发动贸易战的真正意图在于策略性孤立中国。若然美国确实志在进一步孤立中国，那么美国便有很大机会采取高压手段使欧洲同意达成类似的贸易安排，从而限制中国货品进口欧洲大陆。就如向进口钢铁及铝材加征关税能够成功迫使加拿大及墨西哥重返谈判桌一样，美国有可能再次威胁向欧洲进口汽车加征关税，运用相同技俩迫使欧洲就范。

令人鼓舞的是，德国最近同意开放当地天然气市场让美国进口天然气，若此协议能够扩大至整个欧洲大陆，或有助于缓和美国和欧洲的贸易关系。不过，万一事与愿违，与早前向钢铁及铝材加征关税仅对整体经济造成温和影响不同，向进口汽车及汽车供应链加征关税甚至只是出言威胁，将在2019年对全球经济造成更深远冲击。

美国利用贸易协定
进一步孤立中国

意大利仍可将难题延后

意大利债务可持续性乃长期以来的关注，但该国最近与欧盟正面交锋并不会使问题加剧。

意大利在2018年后期就财政预算案与欧盟正面冲突，引发市场关注意大利可能危及这单一货币联盟的完整性，触发意大利国债收益率飙升至接近3.7%。

若债券收益率维持在此水平，单是新增的利息开支已足以打击意大利偿还债务的能力，致使意国能否继续承担现有的债务令人存疑。一旦意大利国债债券收益率进一步攀升至4%以上，那么持有最多意国国债的意大利银行很可能出现资金短缺，有必要在逆境中再筹措更多资金。

虽然此情此景对意大利来说并非新鲜事，但适逢欧洲央行计划结束买入欧元区成员国（包括意大利）国债。欧洲央行在2018年买入多达20%的新发行意大利国债，到2019年将缩减至5%，致使意国需要另觅其他买家，可能对意国债券收益率再添额外上升压力。

若欧洲央行的买债计划确实在新一年结束，意国债券收益率便可能飙升至4%，银行体系无力偿债的风险便将上升。

意大利与欧盟在2018年末的对峙升级局面，最终将可妥协收场，使单一货币地区再一次脱离险境

虽然投资者需要关注事态发展，但我们相信意大利与欧盟在2018年末时的对峙升级局面，最终将可妥协收场，使单一货币地区再一次脱离险境。从政治上看，由联盟党与五星运动党组成的意大利联合政府，将与其他国家的民粹派政党一样，在接掌权力之后特别是在位初期，均看来有需要兑现竞选时的主要承诺，相信意大利政局现正处于这样的阶段。

不过，这些政府也必须寻求维持权力，并在必要时调整其政治议程，因此意大利及欧盟现时的僵局有望在2018年末之后出现曙光。其中可能的妥协是，欧盟同意将意大利部分基建及移民方案建议，列为正常预算案周期以外的「特殊」开支，以换取意国政府在另一些更具争议性的开支建议项目作出让步。

究竟此窗口将何时出现，端视乎意大利10年期国债收益率的水平（当债券收益率再上涨至3.5－4.0%有望加快双方的「谈判」进度），以及2018年末是否欧洲央行结束买债计划的硬死线而定。当意国债收益率已上升至3.5－4.0%时，若欧洲央行在新一年落实结束买债，便会对意国债务可持续性及银行偿债的能力构成实质威胁，因此双方也有强烈意愿必须在未来数月达成妥协。

欧洲央行结束QE

带来长期风险也无助于促进意大利进一步改革

收益率4%

意大利国债走势加速意大利及欧盟达成妥协

有协议还是无协议？

英国将于2019年3月29日与欧盟正式分手，但不管是那一方目前也未作好准备－谈判继续进行，亦未达成任何脱欧方案。 这宗史无前例的事件可能出现多种不同的结果，致使金融市场感到不安。

英国脱离欧盟是一个既复杂又高风险的过程。2019年3月29日是英国脱欧的最后限期，但不论是分手的条款或是英国未来与欧盟的关系均未有定案，因此将出现众多的可能性。

双方谈判的第一步是议定脱欧的条款。在一年过渡期结束之前，英国必须与欧盟签定贸易协议重新界定与欧盟及其他贸易夥伴的关系，但爱尔兰边界仍然是双方棘手难解的问题，已经多番拖延达成脱欧协议。

究竟在过渡期后能否继续进入欧洲单一市场，对英国举足轻重。终归货物、资金及人民流动安排的经济影响，将比进入市场的法律条款更重要。

如英国无法再进入欧洲市场，将重大打击英国经济：英国经济增长平均将下跌5%，若其他贸易夥伴例如美国等押后签定新协议，当地经济增长甚至会倒退8-10%，英国工业、金融、服务及农业将全方位受到重创，经济将因而陷入衰退，货币政策将需要维持宽松，英镑进一步贬值；至于欧元区经济增长也将最多减慢0.5%，届时除了可受益于英镑贬值的资产外，英国全数资产将承受压力。

相反，如能够维持货物贸易，英国的前景将光明得多。由于贸易活动增加，经济可望摆脱早前疲软的时期开始复苏，而受2016年6月英国脱欧公投影响的行业将重新振作。自公投通过脱欧后，英国经济增长相比其他发达国家落后接近2%，但若未来一切顺利，信心开始重建，英国经济增长有望重返2%的水平，复苏景气也将承托英国资产及英镑汇价，但英国央行届时可能需要控制经济过热的风险，被迫大幅调升基本利率，或将为英国国债收益率带来压力。

能否继续进入欧洲单一市场是关键

MICHAËL LOK
集团首席投资官及资产管理部联席首席执行官

Michael Lok于2015年加入UBP，担任资产管理部的联席首席执行官。Michael于财富及资产管理界拥有超过20年经验，在加盟前为法国东方汇理私人银行的全球资产管理主管，专责为超高净值客户开发投资产品，在担任投资主管及风险管理主管期间，也建立一系列投资于亚洲及拉丁美洲的组合。Michael此前分别效力Banque Martin Maurel及法国汇丰，出任投资组合经理。Michael获法国University of Aix-en-Provence授予银行及财务硕士学位。

NORMAN VILLAMIN
私人银行首席投资官

Norman Villamin于2015年11月加入UBP，担任UBP苏黎世的投资服务部主管兼财资与交易部主管，并于2016年获委任为私人银行首席投资官。Norman以咨询及全权委托方式管理财富超过20年，此前曾为Coutts International的首席投资官、花旗亚太区私人银行的投资分析及投资意见部主管、汇丰亚太区研究主管，以及摩根士丹利的亚太区策略主管，曾驻于香港及新加坡。Norman获美国密歇根大学授予工商管理学士学位，以及获芝加哥大学授予工商管理硕士学位。

PATRICE GAUTRY
首席经济师

Patrice Gautry于2000年2月加入UBP，驻于日内瓦，为本行经济及专题研究部主管。此前，他曾于1991-1999年在巴黎效力汇丰集团，担任资产管理部的经济及投资策略主管；1988至1991年效力Ecofi-Finance Group，担任欧洲多元化SICAV基金及互惠基金投资组合的经理。Patrice获HEC-CESA Paris及University of Orleans授予研究硕士(Diplome d』Etudes Approfondies)学位，主修外汇、财务及银行。

图片来源：封面cWIN12_ET/Shutterstock.com,第6页cijeab/iStockphoto.com,第9页cMF3d/iStockphoto.com,第11页ckamisoka/iStockphoto. com,第14页cartisteer/iStockphoto.com,第15页cdani3315/iStockphoto.com,第16页cmaxsattana/iStockphoto.com,第20页cBrasil2/iStockphoto. com,第22页cmediaphotos/iStockphoto.com

免责声明

本资料仅拟提供予香港《证券及期货条款》（香港法例第571章）及任何据此所订的规则所界定的「专业投资者」，而任何其他人士不得据此作出行动。本数据所提述的金融产品或服务将只会提供予符合专业投资者要求的客户。

有关证券不可透过任何文件的方式在香港提供或出售，除非(i)对象是《证券及期货条例》（香港法例第571章）及任何据此所订的规则所界定的「专业投资者」；或(ii)在任何情况下有关文件并非为《公司条例》（香港法例第32章）所界定的「发售章程」或不构成该条例所界定向公众提供的要约。除非获香港法例许可，任何人士不得在香港或其他地方发布、将发布或持有用作发布与该证券有关而对像为香港公众的广告、邀请或文件，或有关广告、邀请或文件的内容很可能为香港公众获得或阅读，除非有关证券仅拟售予香港以外的人士，或是根据《证券及期货条例》所界定的「专业投资者」。

本文件仅拟提供予新加坡《证券及期货法》（新加坡法例第286章）所界定的认可投资者，非认可投资者（按《证券及期货法》所界定）的任何人士并不是本文件的预定收件人，且不应倚赖本文件内的任何数据或据此作出行动。本材料所提述的金融产品或服务将只会提供予符合《证券及期货法》所界定的认可投资者之客户。由于本文件未于新加坡金融管理局注册为发售章程，本文件及任何其他与提供或销售，或邀请认购或购买证券或投资基金（即集体投资计划）有关的其他文件或材料，均不可直接或间接向新加坡人士传阅或分发，而该等证券或投资基金也不可直接或间接向新加坡人士提供或出售，或将之作为直接或间接向新加坡人士发出任何认购或购买邀请的目标，除非该等人士为(i)新加坡《证券及期货法》第275(1A)或305(2)节所分别界定，以及根据第275(1A)或305(2)节所分别指定的条件所界定的相关人士（包括认可投资者）或任何人士；或(ii)根据《证券及期货法》的任何其他适用条款所定条件的其他人士。

本文件仅作提供数据之用，并不也无意构成Union Bancaire Privee, UBP SA或本集团的任何机构或人士（下称「UBP」）就购买、认购或销售任何货币、投资产品、证券或金融工具、与UBP订立任何类型金融交易或签订任何类别的委托而提供或代其提供的财务、投资、法律、税务意见或要约、邀请、游说或建议。本文件并不构成任何形式的证券、外汇交易、保险方案或退休计划的要约。

尽管本行已采取合理的努力以提供准确和最新的数据，但并无就本文件所提供的内容作出任何明示或暗示的保证、陈述或承诺，而本行也不会就由此而引起的任何事宜承担任何法律责任。

本文件中的内容不应也无意被诠释为财务、法律或税务意见。本行建议　阁下在作出订立任何投资的任何决定前，应自行寻求独立的法律、税务或财务意见。

本文件反映UBP在刊发之时的观点，并非任何证券、投资产品或其他金融工具的金融分析或研究结果，因此不受新加坡法律中有关提供金融咨询服务或发表或公布研究分析或研究报告的法律或规管要求，或香港法律中有关金融研究独立性的法律或规管要求（视属何情况而定）所规范。本行无意于分发、出版或使用本文件将属非法的任何司法管辖区，或向接获本文件将属非法的任何人士或实体，分发、出版或使用本文件。

本文件所载的数据和分析乃取材自本公司相信是可靠的来源，但UBP并不保证其适时性、准确性或完整性，也不会就使用该等数据和分析而招致的任何亏损或损失承担任何法律责任。所有数据和观点及任何显示的价格可予以更改而毋须另行通知。UBP并无承担任何责任或职责就本文件所叙述的情况进行监察、发出警告或持续监测。

往绩及／或金融市场情境并非现时或未来回报的保证，本文件收件人其后可取回的金额可能少于其原来的投资额。

除了历史事实的陈述外，本文件内所有陈述皆为「前瞻性」陈述。「前瞻性」陈述并非未来表现的保证，而本文件所载的财务推测并不代表预测或预算，纯然为基于一系列未必实现的现有预期和假设而拟备的说明性范例。基于推测或目标回报固有地受到可能不利于表现的重大经济、市场或其他不确定性所影响，一项投资权益的实际表现、结果、财务状况和前景，可能与本文件中前瞻性陈述所明示或暗示的明显有别。UBP并无任何责任就任何新数据、未来事件或其他而更新任何前瞻性陈述。

此外，本文件收件人所作出或本行为其管理的任何投资或投资组合之表现，可能因佣金、费用、开支及／或其他收费而下降。

任何投资的税务处理视乎　阁下的个人情况而定，未来也有可能改变。

此处所载观点并未考虑个别本文件收件人的财务情况、指定目标、特定需要或任何其他情况。UBP并无就所叙述的投资产品或服务的未来表现作出陈述或保证。本文件各收件人须就是否购买或出售此处所述的任何证券、投资产品或其他金融工具自行作出独立的决定。

在订立任何交易前，本行敦促本文件各收件人判别此等投资产品、交易或服务是否适合或适宜其特定情况，并与专业顾问共同独立评估在以下层面所引致的特定风险，包括但不限于财务、规管、法律、会计及税务层面。

本文件内所述的投资可能承受难以量化及整合于资产估值中的风险。一般而言，附带高风险的投资产品例如衍生工具、结构性产品或另类／非传统投资（例如对冲基金、私募基金、房地产基金等）仅适合能够理解和承担所附带风险的熟练投资者。基于某一产品或其相关投资或以本文件收件人居住国家以外的货币计价，本文件收件人可能因而承受外汇风险。有关投资将承受外汇波动，以致投资价值可能上升或下跌。UBP可应要求向客户提供有关特定投资所附带风险的更多资料。

本文件无意提供予根据当地相关法律，因其国籍或居住地而不获许可收取该等资料的人士，而除非符合相关法律，本文件或任何复本也不得发送予或携带往任何外国国家。

致电本文件所示的电话号码将被录音。当致电此号码时，UBP将假设　阁下已同意有关录音。

Union Bancaire Privee, UBP SA在瑞士获瑞士金融市场监管局(FINMA)认可并受其规管，并在英国获审慎监管局(PRA)认可及受金融操守监管局(FCA)规管；本行为受香港金融管理局(HKMA)规管的持牌银行，也为受香港证券及期货事务监察委员会(SFC)规管的注册机构，从事第1、4及9类的受规管活动；本行亦为受新加坡金融管理局规管的商业银行，以及根据《财务顾问法》（新加坡法例第110章）为获豁免财务顾问，可从事若干财务咨询服务，且根据《证券及期货法》（新加坡法例第289章）第99(1)(b)节为获豁免资本市场服务牌照持有人，可从事若干受监管的活动。

本文件由UBP SA的新加坡及香港支行仅分别向在新加坡的认可投资者及在香港的专业投资者发布，以作为提供资料的用途。

本文件为保密文件，仅拟提供予获发送的人士使用。在未经UBP的事先书面批准下，不得（全部或局部）复制本文件或将其提供予任何其他人士。

© 2018 UBP SA。版权所有。

2018年11月

瑞联银行 (Union Bancaire Privée, UBP SA)
香港分行
香港中环干诺道中一号
友邦金融中心二十六楼
电话+852 3701 9688 | 传真+852 3701 9668

瑞联银行 (Union Bancaire Privée, UBP SA)
新加坡分行
莱佛士码头一号北楼三十八楼
新加坡第048583邮区
电话+65 6730 8088 | 传真+65 6730 8068
Co Reg No T13FC0154G

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

请于upb.com订阅我们的月报